

## Achat

**Objectif de cours** 4,00€ (vs 5,50€)  
Cours au 05/12/2023 2,48 €  
**Potentiel** 61,3%

## Données valeur

ALTUV.PA / ALTUV:FP  
Euronext Paris  
Capitalisation (M€) 25,7  
Nb de titres (en millions) 10,3  
Volume moyen 12 mois (titres) 19 480  
Extrêmes 12 mois 2,34 € 5,39 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-42,6%	3,5%	-29,4%	-46,9%
Perf CAC Small	-10,7%	3,5%	-10,7%	-10,4%

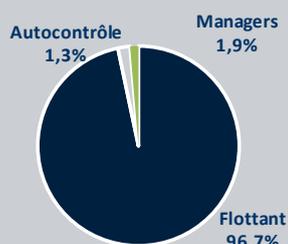
## Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	51,3	42,5	44,8	46,6
var %	53,3%	-17,2%	5,5%	4,0%
EBE	7,1	5,0	6,0	6,4
% CA	13,8%	11,8%	13,3%	13,7%
ROC	4,1	3,2	4,0	4,4
% CA	8,1%	7,5%	9,0%	9,3%
RN	2,4	1,7	2,4	2,6
% CA	4,7%	4,1%	5,3%	5,6%
Bnpa (€)	0,23	0,17	0,23	0,25
ROCE (%)	10,8%	8,9%	11,8%	12,6%
ROE (%)	7,5%	5,1%	6,6%	6,9%
Gearing (%)	77,8%	63,8%	51,0%	43,8%
Dette nette	25,1	21,6	18,3	16,6
Dividende n (€)	0,06	0,04	0,06	0,06
Yield (%)	2,4%	1,7%	2,3%	2,5%

## Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	1,5	1,2	1,0	0,9
VE/EBE (x)	11,0	9,8	7,7	6,9
VE/ROC (x)	18,9	15,3	11,4	10,1
P/E (x)	20,9	14,7	10,9	9,8

## Actionnariat



Prochaine publication: CA 2023, 24/01/2024

## Sales warning sur 2023, mais marges et cash seront relativement protégés

## Point d'étape sur l'activité et les objectifs 2023

A travers un communiqué paru hier matin, Bio UV a fait le point sur son activité et ses objectifs 2023. Dans un contexte économique difficile, le groupe revoit son attente de chiffre d'affaires à la baisse et table désormais sur un exercice 2023 compris entre 42 M€ et 43 M€ contre 48 M€ précédemment (-12%). Le S2 était initialement attendu à un niveau à peu près similaire du S1 (c24 M€). Bio UV devrait toutefois maintenir un niveau de marge d'EBITDA 2023 à deux chiffres et un FCF en forte hausse annuelle.

## Une anticipation de CA revue à la baisse dans un environnement morose

Après avoir connu un premier semestre difficile, traduit par un recul de la top line de -13%, la seconde partie d'exercice de Bio UV s'inscrit dans la même tendance, avec deux segments dans le dur. Sur la partie terrestre, le groupe fait face à un net ralentissement du marché de la piscine française (-14% de recul de l'activité de négoce sur 12m glissants selon la fédération des professionnels du secteur), qui n'est pas encore suffisamment compensé par le bon dynamisme de l'export et de l'industriel. L'activité maritime affiche elle aussi un repli, moins marqué qu'au S1 mais toujours dans une tendance baissière des ventes de systèmes par rapport à 2022. Les services associés, eux, progressent au rythme de l'installation des produits.

Ainsi, Bio UV table désormais sur un CA 2023 compris dans une fourchette de 42M€-43M€. Cette prévision implique un CA S2 un peu supérieur à 18 M€, soit une décroissance (-21%) plus importante qu'au S1 (-13%). En milieu de fourchette, le groupe devrait afficher un retrait annuel de son activité de l'ordre de -17%.

## Marge d'EBITDA toujours à deux chiffres et forte génération de cash attendue

Côté résultats, la bonne gestion opérationnelle du groupe devrait limiter le deleverage. Le groupe confirme être en mesure de conserver une marge d'EBITDA supérieure ou égale à 10% (13,8% en 2022, 9,1% de marge d'EBITDA moyenne entre 2016 et 2022) et de maintenir un FCF largement positif sur l'ensemble de l'exercice (2 M€ générés au S1), FCF qui devrait permettre de poursuivre le désendettement du groupe.

## Révision de nos estimations

Suite au warning, nous ajustons notre prévision de CA 2023e à 42,5 M€. Notre modélisation tend désormais vers un EBITDA de 5 M€, soit une marge de 11,8%, un recul de 200 bps YoY (vs 6,5 M€ pour une marge de 13,5% précédemment). Notre prévision de RN atterrit à 1,7 M€ (vs 2,4 M€ en 2022, -30% YoY) pour des BPA de 0,17€/action (stables du fait de divers ajustements dans le modèle).

Côté cash, nous sommes aussi en phase avec le discours du management et tablons sur un FCF de 4,2 M€, principalement grâce à une gestion de BFR bien plus rigoureuse, notamment des stocks, qui devraient redescendre sous les 35% de CA (vs >38% en 2022). Ces chiffres traduisent une conversion de l'EBITDA en cash de l'ordre de 80% sur l'exercice, un niveau évidemment non normatif mais qui reflète tout de même la capacité du groupe à générer de la trésorerie de son modèle. Notre estimation de dette nette 2023e atteint désormais 21,6 M€ (gearing de 64% vs 78% en 2022). Les objectifs financiers 2024 du groupe seront communiqués au moment de la publication du chiffre d'affaires 2023, fin janvier.

## Recommandation

Suite à certains ajustements, nous revoyons notre objectif de cours à 4,00€ (vs 5,50€) et conservons notre recommandation à Achat (potentiel de hausse >60%).



**Pierre LAURENT**  
Analyste  
01 44 70 20 78  
plaurant@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

## Présentation de la société

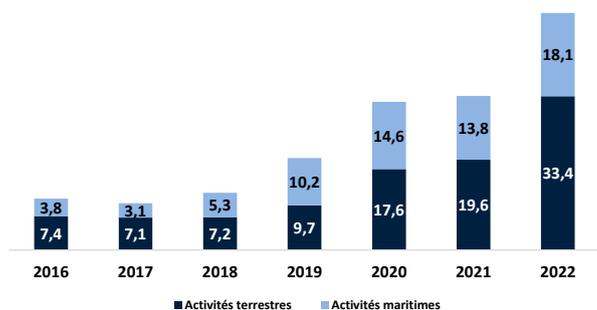
Depuis sa création en 2000, Bio-UV Group conçoit, fabrique et commercialise des systèmes de désinfection et de traitement de l'eau sans chimie à travers le monde. La société est positionnée sur deux segments principaux: les eaux récréatives (municipales, piscines) et industrielles, cœur de métier historique du groupe, ainsi que le marché des eaux de ballast, depuis 2011.

Bio-UV dispose d'une gamme reconnue (et certifiée) de produits maritimes et terrestres (ultraviolet, ozone, AOP, électrolyse de sel), qui a su s'étoffer avec le temps à travers une politique active de croissance externe. La récente acquisition de Corelec en novembre 2021 (électrolyse de sel) devrait notamment permettre au groupe de rentrer dans une nouvelle dimension. Bio-UV a réalisé 51,3 M€ de chiffre d'affaires en 2022.

## Evolution du cours (base 100)



## Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- **Une nouvelle dimension.** Avec l'acquisition de Corelec fin 2021, spécialiste de l'électrolyse de sel, Bio-UV devrait changer de dimension sur le plan financier. Le track record en matière de M&A laisse à penser que cette intégration sera relative, appuyée par une forte symbiose entre les équipes et une proximité (culturelle, opérationnelle, géographique) avantageuse.
- **Une technologie compétitive et brevetée.** Le groupe est aujourd'hui l'un des rares acteurs du marché à proposer une gamme complète de produits sans chimie. La technologie ultraviolet, UV-C, est notamment doublement certifiée (OMI & USCG) et garantit un haut niveau de qualité.
- **Des relais de croissance clairs.** Le groupe dispose des capacités nécessaires à son développement, tant sur le plan commercial qu'industriel, et jouit d'une belle visibilité sur ses activités maritimes étant donné la structure du marché. Le potentiel à l'international pourrait également se libérer après la levée des restrictions, ainsi que la montée en puissance de nouveaux marchés (reuse, aquaculture...)
- **Une belle exécution.** Le management se distingue par un bon pilotage de ses activités. Le titre allie ainsi croissance forte (TCAM 5y >25%) et rentabilité à travers le fort levier opérationnel inhérent au modèle.
- **Un rôle de premier plan dans la transition écologique.** La raison d'être de la société – préserver une des ressources naturelles indispensables à l'homme, l'eau – est claire, tout autant que le rôle essentiel du groupe à long-terme dans la transformation durable de nos sociétés face au changement climatique.

## Evolution de l'EBITDA (en M€)



## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Alfa Laval AB	14 081,3	2,7x	2,4x	2,3x	14,2x	12,5x	11,9x	17,5x	15,1x	14,1x	23,5x	20,0x	18,6x
Halma plc	9 366,5	4,3x	4,1x	3,9x	18,3x	17,0x	15,9x	21,3x	19,6x	18,2x	26,2x	24,6x	23,1x
UVGermi SA	8,7	0,6x	0,5x	0,5x	8,2x	5,5x	4,1x	16,4x	8,2x	5,5x	87,2x	12,5x	8,7x
Xylem Inc.	23 732,2	3,7x	3,2x	3,1x	19,7x	16,5x	14,9x	25,7x	22,0x	19,2x	31,6x	26,4x	23,4x
<b>Moyenne</b>	<b>11 797,2</b>	<b>2,8x</b>	<b>2,6x</b>	<b>2,4x</b>	<b>15,1x</b>	<b>12,9x</b>	<b>11,7x</b>	<b>20,2x</b>	<b>16,2x</b>	<b>14,2x</b>	<b>42,1x</b>	<b>20,9x</b>	<b>18,4x</b>
<b>Médiane</b>	<b>11 723,9</b>	<b>3,2x</b>	<b>2,8x</b>	<b>2,7x</b>	<b>16,3x</b>	<b>14,5x</b>	<b>13,4x</b>	<b>19,4x</b>	<b>17,3x</b>	<b>16,2x</b>	<b>28,9x</b>	<b>22,3x</b>	<b>20,8x</b>

Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	32,2	33,5	51,3	42,5	44,8	46,6
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>7,1</b>	<b>5,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>
Résultat opérationnel courant	1,4	1,0	4,1	3,2	4,0	4,4
Résultat opérationnel	1,4	1,0	4,1	3,2	4,0	4,4
Résultat financier	-0,4	-0,3	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Impôts	0,0	0,1	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	23,0	47,9	44,6	45,2	45,1	44,9
<i>dont goodwill</i>	9,2	28,6	31,2	31,2	31,2	31,2
BFR	9,4	3,7	15,4	12,9	11,6	12,1
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>12,6</b>	<b>10,6</b>	<b>2,0</b>	<b>5,4</b>	<b>8,8</b>	<b>10,5</b>
Capitaux propres	30,2	30,7	32,3	33,9	35,8	37,8
Emprunts et dettes financières (inc IFRS 16)	14,6	30,9	29,1	29,1	29,1	29,1
<b>Total Bilan</b>	<b>51,9</b>	<b>81,1</b>	<b>74,1</b>	<b>76,1</b>	<b>78,0</b>	<b>80,4</b>
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	2,4	3,6	5,5	3,8	4,6	4,9
Variation de BFR	-2,5	-0,3	-2,9	2,4	1,3	-0,5
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-0,1</b>	<b>3,3</b>	<b>2,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>4,4</b>
Investissements opérationnels nets	-3,0	-2,7	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
<b>FCF</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>2,3</b>
Investissements financiers nets	-0,2	-18,0	-6,8	-0,6	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-3,2</b>	<b>-20,7</b>	<b>-8,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,1</b>
Augmentation de capital	13,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,6	16,1	-2,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	-0,5	-0,6	-0,4	-0,6
Autres	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>14,3</b>	<b>15,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,6</b>
Variation de trésorerie	10,9	-2,0	-8,7	3,0	3,4	1,7
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>61,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>53,3%</b>	<b>-17,2%</b>	<b>5,5%</b>	<b>4,0%</b>
Marge EBE	10,2%	11,7%	13,8%	11,8%	13,3%	13,7%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>7,5%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,3%</b>
Marge opérationnelle	4,3%	3,0%	8,1%	7,5%	9,0%	9,3%
Marge nette	1,8%	2,1%	4,7%	4,1%	5,3%	5,6%
CAPEX (% CA)	9,4%	7,9%	4,1%	4,9%	4,7%	4,5%
BFR (% CA)	29,3%	11,0%	30,0%	30,5%	25,9%	26,1%
<b>ROCE</b>	<b>2,9%</b>	<b>1,3%</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,7%</b>
ROCE hors GW	4,0%	2,9%	10,8%	8,9%	11,8%	12,6%
ROE	1,9%	2,2%	7,5%	5,1%	6,6%	6,9%
Payout	0,0%	75,0%	25,7%	25,0%	25,0%	25,0%
Dividend yield	0,0%	0,9%	1,2%	1,7%	2,3%	2,5%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>7%</b>	<b>66%</b>	<b>78%</b>	<b>64%</b>	<b>51%</b>	<b>44%</b>
Dettes nette/EBE	0,6	5,2	3,6	4,3	3,1	2,6
EBE/charges financières	7,6	15,0	8,9	5,7	6,8	7,3
Valorisation	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	9,1	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	3,8	3,8	4,9	2,5	2,5	2,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	34,5	39,3	50,6	25,7	25,7	25,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	2,0	20,3	25,1	21,6	18,3	16,6
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	36,5	59,6	75,7	47,3	43,9	42,2
VE/CA	2,2	2,2	1,5	1,2	1,0	0,9
<b>VE/EBE</b>	<b>21,7</b>	<b>19,0</b>	<b>11,0</b>	<b>9,8</b>	<b>7,7</b>	<b>6,9</b>
VE/ROC	51,1	74,7	18,9	15,3	11,4	10,1
<b>P/E</b>	<b>119,1</b>	<b>85,6</b>	<b>20,9</b>	<b>14,7</b>	<b>10,9</b>	<b>9,8</b>
P/B	2,3	1,9	1,6	0,8	0,7	0,7
P/CF	ns	11,9	18,8	4,1	4,3	5,9
<b>FCF yield (%)</b>	<b>-8,6%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>5,4%</b>
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Bnpa</b>	<b>0,06</b>	<b>0,07</b>	<b>0,23</b>	<b>0,17</b>	<b>0,23</b>	<b>0,25</b>
Book value/action	2,9	3,0	3,1	3,3	3,5	3,7
Dividende /action	0,00	0,05	0,06	0,04	0,06	0,06

Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com



**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

**Historique de recommandations:**

**Achat**: Depuis le 12/02/2019

**Accumuler**:

**Neutre** : (-)

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : (-)

**Méthodes d'évaluation :**

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Bio-UV Group (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient. Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."